ASSET ALLOCATION INSIGHTS

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (febbraio 2020)

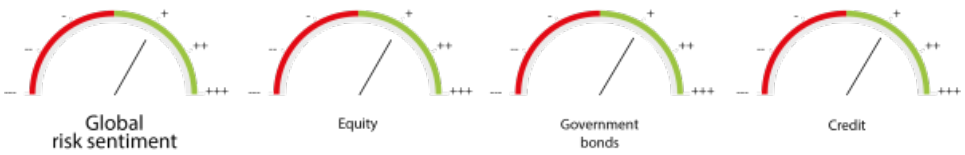
Venerdì, 02/07/2020

Il 2020 è iniziato nello stesso modo in cui si è chiuso lo scorso anno: con un invariato appetito degli investitori per le azioni e gli spread di credito in quella che sembra una frenetica ricerca di rendimento. La combinazione di dinamiche economiche positive e politiche monetarie di sostegno continua a creare condizioni d'investimento molto favorevoli facendo apparentemente svanire molti rischi potenziali: non abbiamo assistito a nessuna recessione, nessuna escalation della guerra commerciale, nessuna Brexit complicata, nessuna stretta monetaria ecc. In un tale contesto, nemmeno un'improvvisa (e in fin dei conti breve) impennata delle tensioni geopolitiche è stata in grado di innervosire i mercati. I mercati azionari statunitensi e persino europei continuano a salire verso nuovi massimi storici, la domanda di credito sul mercato ha raggiunto nuovi record e gli attivi dei mercati emergenti hanno proseguito il rally. Che inizio d'anno emozionante!

Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Opportunità per sfruttare le valutazioni

Il 2020 è iniziato nello stesso modo in cui si è chiuso lo scorso anno: con un invariato appetito degli investitori per le azioni e gli spread di credito in quella che sembra una frenetica ricerca di rendimento. La combinazione di dinamiche economiche positive e politiche monetarie di sostegno continua a creare condizioni d'investimento molto favorevoli facendo apparentemente svanire molti rischi potenziali: non abbiamo assistito a nessuna recessione, nessuna escalation della guerra commerciale, nessuna Brexit complicata, nessuna stretta monetaria ecc. In un tale contesto, nemmeno un'improvvisa (e in fin dei conti breve) impennata delle tensioni geopolitiche è stata in grado di innervosire i mercati. I mercati azionari statunitensi e persino europei continuano a salire verso nuovi massimi storici, la domanda di credito sul mercato ha raggiunto nuovi record e gli attivi dei mercati emergenti hanno proseguito il rally. Che inizio d'anno emozionante!

Per chiarezza teniamo a precisare che questo ottimismo è ampiamente garantito e rimaniamo convinti che il 2020 sarà un anno positivo per le azioni e il credito. La crescita mondiale ha raggiunto probabilmente il minimo alla fine della scorsa estate dopo due anni di rallentamento e allentamento monetario da parte delle banche centrali delle economie avanzate ed emergenti. Non ci si dovrebbe sorprendere che i tassi bassi e le prospettive positive riguardanti la crescita economica e degli utili alimentino la propensione al rischio degli investitori!

In questo contesto è tuttavia utile fare molta attenzione alle valutazioni per ripercuotere le visioni macroeconomiche sulla composizione dei portafogli. Le valutazioni azionarie non sono eccessivamente alte a nostro avviso, ma sono sicuramente diventate meno interessanti ed è ora necessaria una parziale conferma della crescita degli utili per sostenere il trend rialzista. Di conseguenza, mentre ribadiamo il nostro giudizio positivo sugli attivi rischiosi, ci asteniamo per adesso dall'aumentare ulteriormente l'esposizione azionaria, tranne in Cina, dove le valutazioni permangono interessanti. Invece, sebbene la diminuzione dei rischi di ribasso della crescita abbia garantito una ridotta esposizione alle obbligazioni a lungo termine alla fine dello scorso anno, le valutazioni in graduale miglioramento di questo mese ci hanno portati ad accrescere l'esposizione alla duration. Livelli di tassi più elevati, anche se non in termini assoluti, e curve dei rendimenti positive aggiungono valore alle obbligazioni a lungo termine in USD e in EUR e promettono di contribuire alla performance e alla diversificazione.

In un contesto di giapponesizzazione, identificare i minicicli è fondamentale e, sotto questo aspetto, il 2020 continua ad apparire essenzialmente favorevole alle azioni. Eppure, anche l'investimento in attivi con valutazioni in miglioramento è centrale per orientarsi tra i cicli economici compressi e gestire la volatilità dei mercati in generale continuando a conservare gli investimenti.

Sintesi del panorama economico e analisi dell'economia globale

I dati economici delle ultime settimane del 2019 hanno confermato i segnali incoraggianti di un miglioramento ciclico globale. A posteriori, l'economia mondiale potrebbe avere toccato il fondo a metà del secondo semestre 2019 e ora sembra avviata verso una ripresa sincronizzata della dinamica di crescita. Tale ripresa è verosimilmente più visibile in tutto il Sudest asiatico, che trae maggiormente vantaggio dalla combinazione di una diminuzione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e da un allentamento mirato della politica monetaria del Dragone. Le economie sostenute dalle esportazioni come la Corea del Sud, la Cina o Taiwan non apprezzerebbero però questa inversione di tendenza senza la resilienza della domanda interna finale nelle economie avanzate. I consumatori statunitensi ed europei hanno mantenuto un ritmo di spesa stabile che garantisce ora l'esecuzione degli investimenti in conto capitale che si era evitato di compiere lo scorso anno a causa delle elevate incertezze commerciali.

Il settore industriale sta pertanto riprendendo colore e sostiene un rimbalzo della crescita del PIL nella maggior parte delle principali economie. Tale crescita potrebbe quasi raggiungere e persino probabilmente superare i rispettivi tassi potenziali. Niente di spettacolare date le tendenze demografiche e produttive, ma in ogni caso uno scenario migliore del rallentamento registrato nel 2018 e nel 2019.

Crescita

La crescita mondiale registrerà un probabile rialzo nel 2020 dopo aver raggiunto il minimo del decennio nel 2019. La ripresa sarà probabilmente più visibile nelle economie e nei settori più "ciclici", quelli che sono stati maggiormente sotto pressione durante il rallentamento degli ultimi due anni.

Inflazione

Mentre il mondo sperimenta la giapponesizzazione, le pressioni inflazionistiche al rialzo sono rare. Sebbene le previsioni di crescita positiva dovrebbero sostenere un'inversione dell'inflazione discendente in diverse economie, non ci si dovrebbe aspettare una significativa accelerazione dell'inflazione nel 2020. Persistono difficoltà strutturali come l'andamento del settore tecnologico e il debito elevato che esercitano un effetto di contenimento delle pressioni sui prezzi.

Orientamento di politica monetaria

Il 2019 è stato un anno caratterizzato da un allentamento della politica monetaria a livello mondiale. Le condizioni di credito sono ora accomodanti nella maggior parte delle economie avanzate, e in diverse importanti economie emergenti. Quest'anno si assisterà a una probabile stabilizzazione delle condizioni monetarie senza bisogno di un ulteriore allentamento data la ripresa della crescita. Non ci sono tuttavia ragioni per un'inversione di tendenza e un nuovo rialzo dei tassi in assenza di effettive pressioni inflazionistiche.

Analisi dell'economia globale

Economie avanzate

Nonostante un sorprendente calo dell'indice ISM manifatturiero, l'economia statunitense resta avviata su un percorso di crescita stabile, leggermente al di sopra del suo potenziale di lungo periodo dell'1,8%. Essendo stata una delle poche grandi economie a registrare solo un leggero rallentamento nel 2019, dispone di un potenziale ridotto di netta riaccelerazione, ma il suo principale fattore trainante, i consumi delle famiglie, resta sostenuto da un calo della disoccupazione, da un mercato immobiliare esuberante e da credito a basso costo. Uno scenario abbastanza favorevole proprio mentre la campagna presidenziale sta iniziando a entrare nel vivo.

Anche l'eurozona trae vantaggio dalla diminuzione delle incertezze riguardanti il commercio mondiale e la Brexit. Per ora però l'effetto è quello di una stabilizzazione piuttosto che di un effettivo rimbalzo degli indicatori dell'attività industriale. I consumi delle famiglie restano invece stabili con il PIL in crescita, mentre la BCE guidata da Christine Lagarde conferma l'orientamento molto accomodante. Nel Regno Unito, i recenti indicatori hanno evidenziato alcune ulteriori perdite di slancio che potrebbero essere dovute principalmente al ritardato impatto delle incertezze autunnali sulla Brexit. In realtà, data l'esclusione del rischio di una Brexit senza accordo immediato e la solida maggioranza detenuta dal governo di Boris Johnson che potrebbe avviare un importante programma fiscale, le prospettive di una ripresa della crescita nel 2020 sono abbastanza incoraggianti.

L'economia giapponese si sta stabilizzando dopo la temporanea volatilità indotta dall'aumento dell'aliquota IVA a ottobre. L'Australia invece non ha ancora registrato una ripresa del dinamismo economico, verosimilmente penalizzata dalla diffusione degli incendi.

« Questa ripresa è probabilmente più visibile nel Sudest asiatico. »

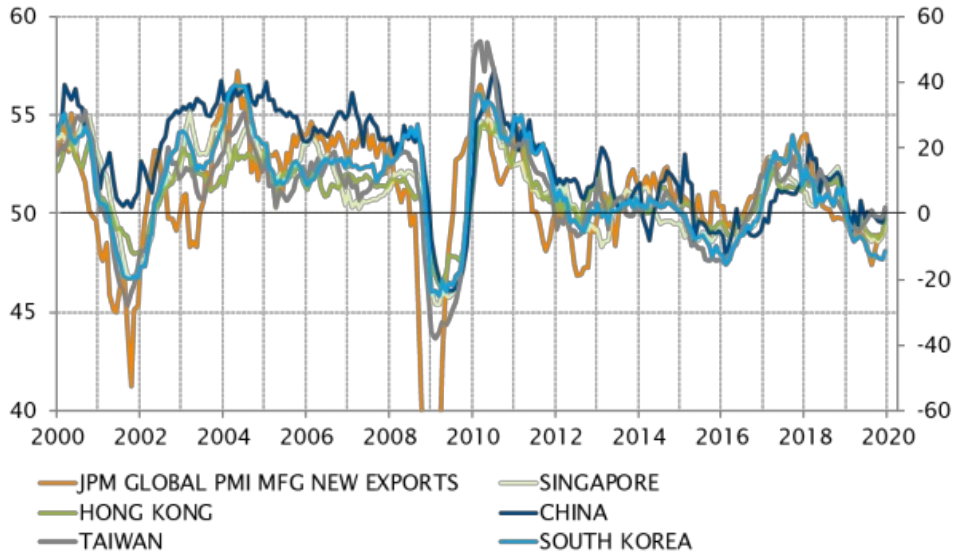
Adrien Pichoud

Economie emergenti

I dati dell'economia cinese hanno confermato un'interruzione del trend di rallentamento durato due anni con un rialzo dei settori manifatturiero e dei servizi, sorprese positive nelle vendite al dettaglio e nella produzione industriale nonché una crescita del PIL che ha raggiunto il 6% nel 2019. L'allentamento mirato della politica monetaria e fiscale e il dissiparsi delle incertezze a livello commerciale, dopo la firma del cosiddetto accordo di Fase 1, alimentano le prospettive incoraggianti per la Cina e la regione, dato che la ripresa delle esportazioni e del ciclo commerciale hanno giovato anche alla Corea del Sud, a Taiwan, ecc.

_Adrien Pichoud

Esportazioni delle economie del Sudest asiatico e indice PMI manifatturiero mondiale.
Il Sudest asiatico sta sperimentando la ripresa di un ciclo di esportazioni positivo dopo due anni di rallentamento.



Fonte
SYZ AM, FactSet Dati al 20.01.2020.

Valutazione degli asset e analisi della riunione sulla strategia d'investimento del Gruppo

Rischio e duration

La propensione al rischio è rimasta invariata su "lieve preferenza". Manteniamo infatti una visione positiva nei confronti degli attivi rischiosi.
Da una parte lo scenario economico centrale resta positivo con trend economici abbastanza incoraggianti, in particolare in Asia, mentre dall'altra le politiche monetarie si confermano accomodanti in tutto il mondo.

Per quanto riguarda i livelli delle valutazioni, nessun attivo è caratterizzato da valutazioni convenienti o interessanti in termini assoluti, ma in termini relativi (sulla base del nostro sistema del premio di rischio azionario) a nostro avviso le azioni offrono maggior valore rispetto ai titoli di Stato o alle obbligazioni corporate.

Inoltre, se confermato nei prossimi mesi, questo rimbalzo dell'economia sosterrà la crescita degli utili e l'interesse per le azioni, grazie al miglioramento dei livelli assoluti delle valutazioni e a una prospettiva di valore relativo in un contesto ancora supportato da politiche monetarie accomodanti e tassi d'interesse bassi.

L'esposizione alla duration è stata portata allo stesso livello della propensione al rischio ossia a "lieve preferenza".

Le valutazioni dei titoli di Stato nominali sono migliorate rispetto ai livelli elevati dell'ultimo trimestre. Le curve dei rendimenti in dollari USA ed euro evidenziano invece attualmente un certo irripidimento positivo che rende ancora una volta le obbligazioni a lungo termine più interessanti rispetto alla liquidità.

Sul fronte dell'inflazione, le pressioni restano molto moderate o, in generale, inesistenti con un rischio limitato di accelerazione nei prossimi mesi e politiche monetarie che verranno mantenute accomodanti dalle banche centrali (in particolare da Fed e BCE) nel 2020, con un rischio di aumento dei tassi contenuto.

Inoltre, agli attuali livelli dei tassi d'interesse, l'esposizione alla duration può fornire una copertura utile in caso di picco inaspettato della volatilità, aumentando nel contempo la diversificazione con protezione contro il rischio di ribasso.

« La propensione al rischio è rimasta invariata a lieve preferenza mentre la duration è stata portata allo stesso livello del rischio in seguito all'ultimo rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine, allo scopo di diversificare i portafogli. »

Maurice Haran

Mercati azionari ed obbligazionari
Non abbiamo modificato l'allocazione geografica del comparto azionario: sebbene infatti le valutazioni si siano in generale deteriorate, continuano ad offrire più valore in termini relativi rispetto alle obbligazioni.

In termini di allocazione azionaria, abbiamo continuato a privilegiare le azioni dei mercati emergenti (in particolare quelle cinesi) e anche un mix tra titoli "growth" e ciclici. In questo contesto, abbiamo riportato a "lieve preferenza" le azioni messicane, in linea con il giudizio della regione dei mercati emergenti in generale.

Per quanto riguarda l'asset allocation obbligazionaria, abbiamo aumentato a "lieve preferenza" i titoli di Stato nominali (stesso livello delle obbligazioni indicizzate) sulla scia di un miglioramento delle valutazioni.

Manteniamo un giudizio costruttivo sul credito (investment grade, high yield e debito subordinato) e sui mercati emergenti (obbligazioni in valuta locale promosse a "lieve avversione").

Mercato dei cambi
Abbiamo mantenuto il posizionamento sul rischio a "lieve preferenza" per la sterlina britannica, dopo gli ultimi sviluppi piuttosto positivi sul fronte della Brexit.
L'oro resta la valuta alternativa preferita in ragione della diversificazione che offre al portafoglio e si aggiudica la nostra "lieve preferenza".

Privilegiamo il dollaro statunitense rispetto all'euro, non solo in virtù delle valutazioni più elevate del biglietto verde, ma anche delle previsioni di crescita più rosee ad esso associate nonché, soprattutto, di un differenziale di rendimento ancora positivo.

Manteniamo infine una "lieve propensione" per lo yen giapponese, grazie alle sue caratteristiche di diversificazione in un contesto di avversione al rischio.

_ Maurice Harari

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.